

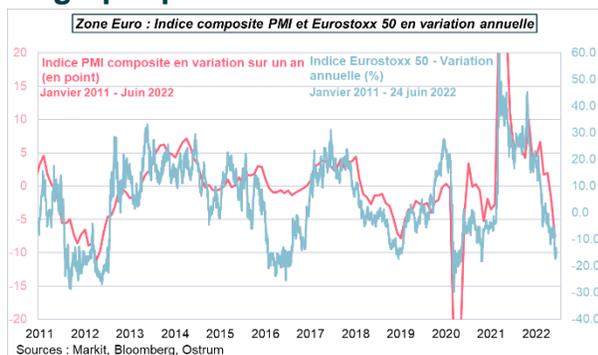
## ● Le thème de la semaine : Marché immobilier américain ; quel risque ?

- La crainte d'un nouveau « subprime », ou tout au moins d'un nouvel accident sur le marché immobilier américain, a vite ressurgi avec la remontée rapide des taux ;
- Une comparaison avec 2008-2009 montre que le parallèle est peu convaincant. D'une part, il existe une pénurie de l'offre importante. D'autre part, la qualité des emprunteurs est bien meilleure ;
- Le risque n'est jamais nul, toutefois, et l'explosion des prêteurs non bancaires reste un sujet à surveiller. Enfin, les tensions sur les prix immobiliers devraient se traduire dans les loyers, et donc par ricochet dans l'inflation américaine.

## ● La revue des marchés : Qui va capituler ?

- Violente rechute des rendements après les PMI européens en baisse
- Powell rappelle l'objectif incondicional de stabilité des prix
- Sursaut vendredi après un mois de juin horrible sur les actifs risqués
- La clôture semestrielle induit des rachats sur les taux et les actions

## ● Le graphique de la semaine



L'indice PMI-Markit s'est nettement dégradé en juin pour signaler un fort ralentissement de la croissance au sein de la zone euro. La demande est affectée par les pertes de pouvoir d'achat subies par les ménages, du fait de la forte accélération de l'inflation, mais aussi par le resserrement des conditions financières. La nette baisse du ratio nouvelles commandes sur stocks présage d'un nouveau recul de l'indice PMI au cours des prochains mois. Cet indice d'activité donne une bonne indication de l'évolution à venir de l'Euro Stoxx 50, comme le montre ce graphique, ce qui laisse augurer un nouveau recul de l'indice boursier en raison du risque accru de récession en zone euro.

## ● Le chiffre de la semaine

# 60

Source : Ostrum AM

Les livraisons de gaz naturel russe par Nord Stream 1 ont baissé de 60 %. Les craintes d'un arrêt total des approvisionnements font craindre une hausse encore plus forte des prix de l'énergie et des rationnements aux conséquences désastreuses pour la croissance.



**Stéphane Déo**

Directeur stratégie marchés  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**

Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**

Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.c



**Aline Goupil-Raguénès**

Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

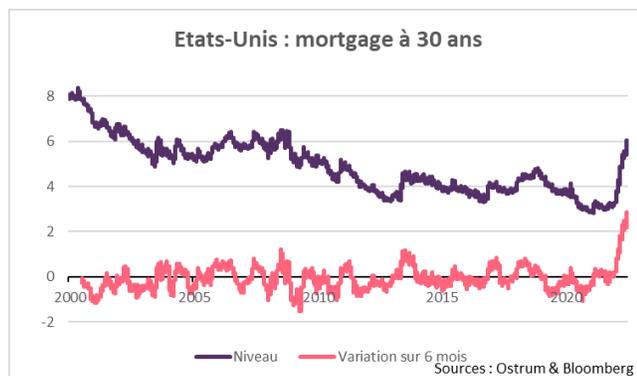
● **Thème de la semaine**

# Marché immobilier américain ; quel risque ?

La dernière crise financière a débuté avec les problèmes du marché immobilier américain, les fameux « subprimes ». Ce même marché immobilier, avec la remontée des taux extrêmement rapide, réveille de vieux souvenirs déplaisants. Dans quelle mesure peut-on s'inquiéter de cette tendance ?

## Des conditions en forte détérioration

Le point le plus important, depuis le début de l'année, est évidemment la progression très rapide des taux d'intérêt sur les marchés. Ils ont entraîné une hausse encore plus marquée des taux de *mortgage* de référence. Le taux de référence, un taux fixe à 30 ans, est passé de 3,30 % en début d'année à 6,04 % actuellement, une hausse qui avoisine les 3 points de pourcentage (ppt) et dont l'ampleur sur un laps de temps aussi court est sans précédent.

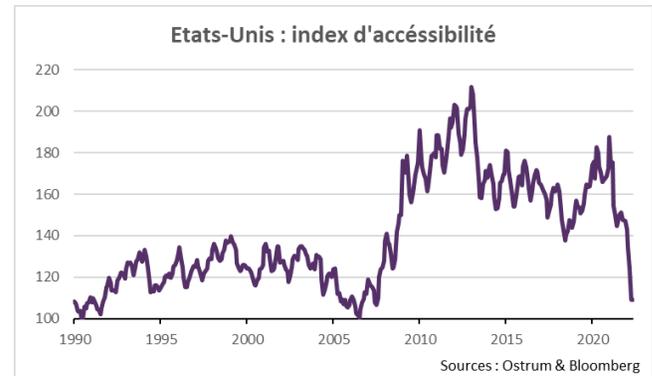


Les taux de refinancement à 15 ans sont eux passés sur la même période de 2,55 % à 5,28 %, là aussi un mouvement sans précédent.

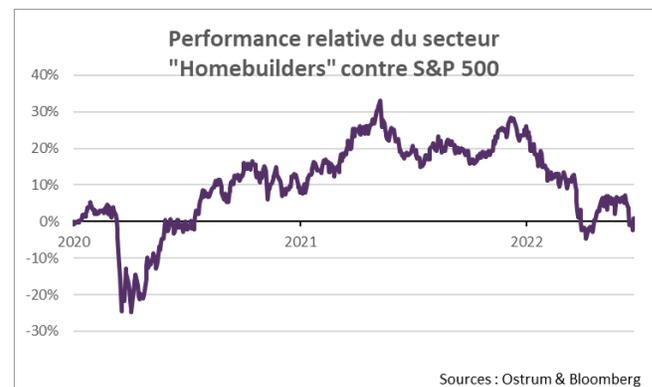
La conséquence est que les indices d'accessibilité se sont détériorés en proportion. Ces indices prennent en compte le prix médian de l'immobilier américain, le revenu des ménages et leur capacité d'emprunt, qui dépend bien évidemment des taux d'intérêt.

Si ces indices étaient particulièrement favorables après

l'assouplissement monétaire de 2020, ils se sont ajustés à la baisse de manière très rapide. Ils sont revenus sur leur niveau de 2009.



Les marchés ont déjà réagi, en particulier avec la composante « Homebuilders » du S&P 500 qui a beaucoup sous-performé. Après la crise covid, et grâce à la politique extrêmement laxiste de la Fed, le marché immobilier a énormément bénéficié de la reprise économique : entre début mai 2020 et début décembre 2021, l'indice « Homebuilders » a surperformé le S&P de quasiment 60 %. Depuis, il a sous performé de 20 % dans un marché baissier, pour une performance totale de - 33 % sur la période. La hausse des taux a fait très mal.

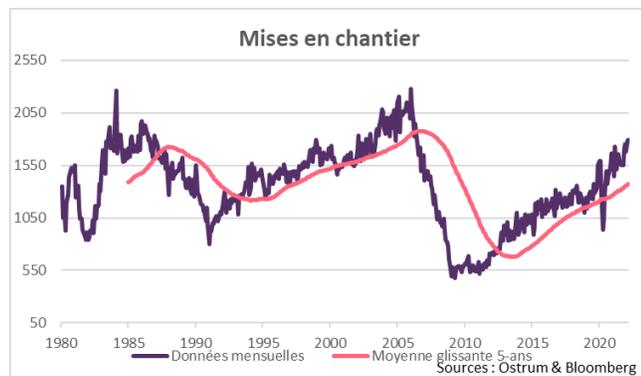


Cette approche illustre simplement le fait que le secteur immobilier est particulièrement sensible à l'évolution des taux d'intérêt. Et les mouvements récents de la courbe ne peuvent qu'envoyer un signal anxiogène. Surtout pour ceux d'entre nous qui ont vécu le début de la précédente décennie. Sommes-nous proches d'une nouvelle crise immobilière ?

## Une situation physique très différente de 2008

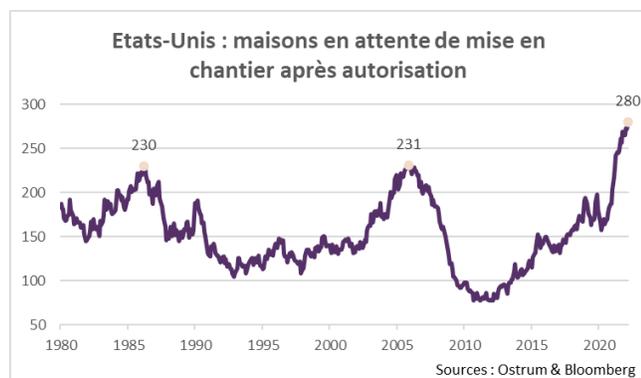
Il est important, pour répondre à cette question, de revenir sur l'état « physique » du marché. Le premier point, simplement, est de regarder le montant de mises en chantier

comme nous le faisons sur le graphique ci-dessous. Le message est très clair, les mises en chantier ont été beaucoup plus limitées que durant la période qui a précédé 2009. Contrairement à cette période, il n'y a donc pas eu d'offre immobilière abusivement élevée.



Un autre indicateur semble valider encore plus ce diagnostic : le niveau des maisons en attente de mise en chantier est, de loin, au plus haut historique. Dit autrement, il existe une très forte demande de logement et de construction qui reste insatisfaite.

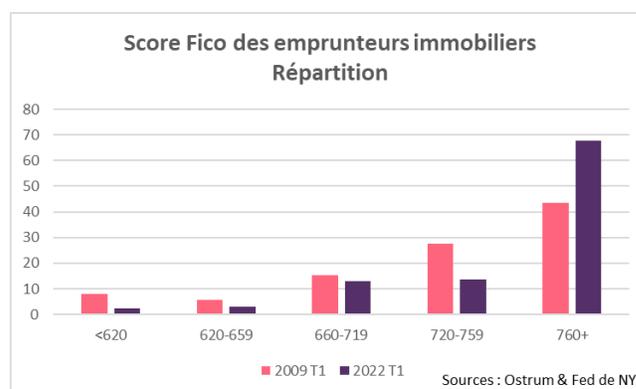
Cette situation est en partie liée à un effet de retard de la crise covid. Les retards de mise en chantier se sont doublés de pénuries de main d'œuvre et de matériaux de construction. L'offre n'a donc pas pu s'ajuster à la demande. De manière plus structurelle, nous notons que les mises en chantier sont restées relativement faibles durant toute la décennie passée par rapport à l'historique. Il y a donc une sous-offre structurelle.



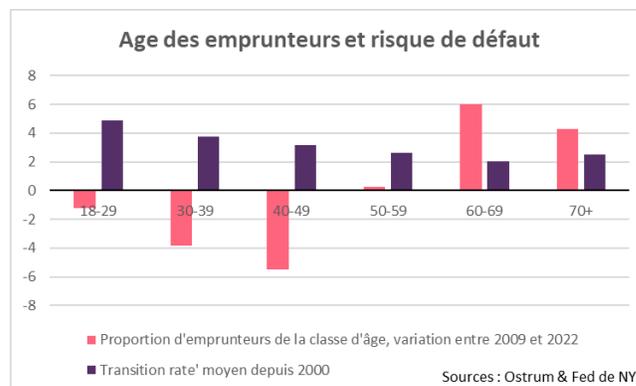
En conclusion, si en 2009 le marché physique donnait des signes de surchauffe indubitable, la situation actuelle est plutôt celle d'une pénurie de logement par rapport à la demande.

## Un marché du crédit plus solide

L'autre point qui mérite d'être souligné est la qualité des emprunteurs. Le « subprime » désignait des emprunteurs de mauvaise qualité. Aux États-Unis, on dispose, grâce aux données de la Fed de New-York, du score FICO des emprunteurs qui donne leur niveau de qualité de crédit individuelle. Le graphique ci-dessous montre que ces scores se sont beaucoup déformés et que la proportion d'emprunteurs avec un score supérieur à 760, c'est-à-dire un très bon score, est passé de 43 % début 2009 à presque 68 % sur le dernier trimestre.



Un autre aspect est la déformation par âge des emprunteurs. Le graphique ci-dessous montre que la proportion d'emprunteurs de 60-69 ans a progressé de 6,0 ppt entre 2009 et 2022, celle des emprunteurs de 50-59 ans a, elle, progressé de 0,3 ppt et celle des plus de 70 ans de 4,3 ppt. Tout ceci au détriment des plus jeunes. Or, le « transition rate », c'est-à-dire la probabilité que ces emprunteurs fassent défaut, décline avec l'âge : plus un emprunteur est âgé, moins il fait défaut.



Le changement de proportion par âge des emprunteurs corrobore donc le message des scores FICO : le profil des emprunteurs s'est nettement amélioré.

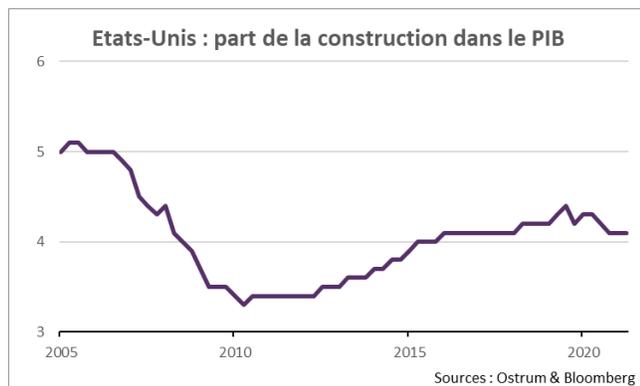
## Où sont les risques ?

Si un choc financier comme celui que nous avons connu lors du Subprime semble donc beaucoup moins probable, un ralentissement aurait des conséquences qui ne seraient toutefois pas neutres pour l'économie.

### Activité

L'évolution du secteur de la construction est très liée à celle du PIB. Les cycles sont très corrélés. Mais la part du secteur de la construction dans le PIB reste limitée : elle est de l'ordre de 4 %, d'après le *Bureau of Economic Analysis*.

Pour donner un ordre de grandeur, entre le point bas du premier trimestre 2020 et les quatre trimestres suivants, la construction a rebondi de 12,5 %, mais cela n'a ajouté que 0,55 point de croissance au PIB qui, lui, a gagné 12,2 % sur la période. L'ordre de grandeur était similaire à la baisse sur le premier trimestre 2020, le secteur a été très violemment affecté par le Covid, baissant de 27,1 % sur le trimestre (en données annualisées), contre 9,7 % pour le PIB ; la construction, malgré cet effondrement sans précédent, n'a donc contribué « que » 1,2 % à la baisse du PIB.



L'impact direct de la construction sur le PIB est, on le voit, limité, même dans les cas extrêmes. Le sujet est ailleurs : dans le cas de 2009, il s'agissait de l'éclatement d'une bulle spéculative qui a entraîné un certain nombre d'effets secondaires, au-delà de l'impact comptable de la construction sur le PIB. La particularité du secteur immobilier est qu'il sert aussi de collatéral au système financier. D'une part, pour les ménages qui empruntent avec, de facto, une hypothèque sur leur bien, ce qui a des implications importantes sur leur solvabilité. D'autre part, pour le système financier, en particulier les banques, qui prêtent contre cet actif et qui sont donc très sensibles aux variations de prix.

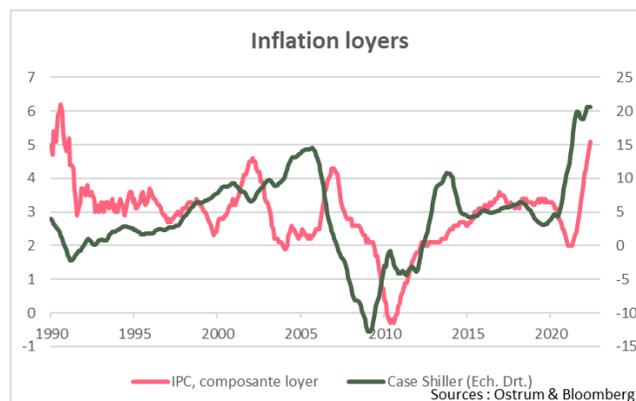
Le problème n'est donc pas vraiment l'impact direct de la construction sur le PIB, mais plutôt l'effet prix qui induit des effets richesses et des effets sur la qualité du collatéral avec,

in fine, un risque de credit crunch.

### Inflation

La mesure de l'inflation la plus utilisée aux États-Unis est l'indice du Bureau of Labor Statistics. C'est l'indice de référence pour l'indexation des TIPS (Treasury indexés sur l'inflation). À la différence de l'indice européen, dans la méthodologie pour l'IPC américain, le logement représente environ un tiers du panier de biens et services. La composante logement comprend les loyers réels payés aux propriétaires par les ménages et une mesure équivalente de loyers imputés aux propriétaires (*owner-equivalent rent*, OER). Dans ce dernier cas, les propriétaires sont sondés pour « estimer » la valeur locative de leur propriété. Cette estimation n'est pas d'une fiabilité absolue. Les propriétaires n'ont pas toujours un niveau d'information adéquat sur la valeur locative réelle de leur bien ou pour déduire de leur charge hypothécaire mensuelle une approximation de sa valeur locative. Or, les mensualités hypothécaires dépendent des taux d'intérêt sur le marché hypothécaire et le montant des prêts dépend évidemment des prix des logements.

Il en résulte une inertie des loyers et une réaction lente aux changements sous-jacents. Par exemple, l'indice des prix immobiliers Case-Schiller est un excellent indicateur avancé des loyers, avec un décalage de 12 mois. L'envolée des prix immobiliers depuis 2020 commence d'ailleurs à se voir dans l'indice IPC américain, la composante loyers est passée de 2,0 % début 2021 à 5,1 % en mai cette année. Au vu du comportement de cet indice, en particulier de son inertie, cela implique non seulement que la composante devrait être plus élevée dans les mois qui viennent, mais aussi rester à des niveaux élevés pour une période longue.



Ces tensions sont amenées, probablement, à perdurer. D'une part le taux de vacances reste très faible, comme le montre le graphique ci-dessous, ce qui devrait faciliter l'augmentation des loyers. D'autre part, la détérioration importante de l'indice d'accessibilité (cf. ci-dessus) pousse un certain nombre d'Américains à louer dans un marché qui

reste tendu. Ceci augmente la demande locative et donc tend, paradoxalement, à maintenir les loyers à un niveau élevé.



Les pressions sur l'inflation américaine provenant du secteur immobilier ne devraient donc pas disparaître rapidement.

### L'explosion des prêts du secteur non-bancaire

Il faut finalement souligner une évolution sur l'offre de *mortgages* aux États-Unis avec l'apparition et la très forte progression de prêteurs non-bancaires. Les institutions non-bancaires sont des institutions financières qui offrent des services bancaires typiques, comme le prêt hypothécaire, tout en offrant aux utilisateurs un moyen plus facile d'obtenir des prêts.

Depuis la crise financière de 2008, les banques ont vu leur part du marché sur les *mortgages* diminuer. À l'opposé, la capacité des institutions non-bancaires à tirer parti de la technologie numérique leur a permis de répondre aux demandes d'efficacité et de commodité des clients au moyen de services en ligne. Elles profitent aussi d'une réglementation moins exigeante, tout au moins pour l'instant.

Résultat, les prêteurs hypothécaires non bancaires aux États-Unis ont émis 68,1 % du total des prêts hypothécaires en 2020, contre 58,9 % en 2019, selon une étude d'Inside Mortgage Finance.

Il y a essentiellement deux problèmes liés à ce développement. D'une part, ces établissements ont un portefeuille d'emprunteurs qui a tendance à être de moindre qualité. Si, comme nous l'avons montré plus haut, la qualité des emprunteurs s'est nettement améliorée depuis la crise de 2008, il peut exister des poches d'emprunteurs de moindre qualité. Ce qui, là aussi, réveille les vieux démons du « subprime ». L'autre point est que ces établissements

ne prennent pas de dépôts et se financent donc sur les marchés, avec les risques de liquidité inhérents en cas de crise. Il faut souligner les risques opérationnels inhérents à certaines petites structures (Quicken Loans, le leader du secteur, emploie 17k personnes), le risque de liquidité et la fin des débouchés pour le QE. Cela crée un problème de volumes pour ces prêteurs dont le business model a beaucoup bénéficié de la politique extrêmement laxiste de la Fed.

Fitch a consacré une étude à ce secteur et, après avoir constaté les risques que nous listions ci-dessus, avait conclu : « On s'attend à ce que l'attention législative et réglementaire s'intensifie [...]. Néanmoins, Fitch estime que les prestataires de services sont mieux équipés aujourd'hui que pendant la crise financière, avec des processus améliorés et des mesures de conformité réglementaire. Les mesures d'exécution et les amendes imposées par le régulateur augmenteront, mais elles devraient demeurer gérables dans le contexte des liquidités et du capital disponibles. »

## Conclusion

La réaction pavlovienne de beaucoup de commentateurs est de retourner à la précédente crise pour prévoir la nouvelle. La crainte d'un nouveau « subprime », ou tout au moins d'un nouvel accident sur le marché immobilier américain, a vite ressurgi avec la remontée rapide des taux.

Une comparaison avec 2008-2009 montre que le parallèle est peu convaincant. La très forte pression sur les prix immobiliers est plus la conséquence d'une pénurie que d'une spéculation effrénée. La qualité des emprunteurs est très nettement supérieure ; il n'existe plus de « NINJA » (ces emprunteurs « No-Income, No-Job, No-Asset » qui constituaient une partie du subprime), et donc peu de signes d'effet de levier inadéquat. Une répétition de 2008-2009 semble donc peu probable, même si les prêts du secteur non-bancaire sont à surveiller de très près et si l'immobilier a cette particularité de servir de collatéral pour une bonne partie du système financier ; une forte baisse des prix, qui semble peu probable, affecterait immanquablement le secteur.

En revanche, le secteur ne peut que souffrir avec le niveau des taux actuels et l'activité devrait immanquablement baisser. Le secteur ne représentant que 4 % du PIB américain, l'impact comptable sur la croissance totale devrait rester limité. En revanche, l'impact sur l'inflation, avec des loyers qui doivent rattraper l'envolée des prix, constitue une source majeure d'inertie de l'inflation américaine.

**Stéphane Déo**

## • La revue des marchés Qui va capituler ?

### Le risque de récession ne semble pas altérer la détermination de la Fed à ramener l'inflation à 2% mais les marchés espèrent une inflexion

La narrative sur les marchés financiers s'est recentrée cette semaine sur le risque de récession. Jerome Powell a rappelé, devant le Congrès, l'engagement inconditionnel de la Fed à ramener l'inflation à l'objectif de 2%, ce qui sous-entend que la Banque centrale assumera une récession. En Europe, le plongeon des PMI, pourtant sans réelle surprise, a déclenché un mouvement de baisse sur les taux d'une ampleur inédite depuis 14 ans. Le Schatz allemand perdait 25 pb en deux séances, autant qu'en mars 2008, après l'annonce du rachat de Bear Stearns par la banque JP Morgan, à peine six mois avant l'effondrement du système bancaire. Ces rachats des positions vendeuses montrent l'importance des changements du sentiment des investisseurs dans des marchés volatiles avec un positionnement consensuel marqué. La clôture semestrielle engendre toujours des flux de réallocations. Les rachats sur l'obligataire s'accompagnent de réductions des positions (acheteuses) sur les matières premières, dont le pétrole et les métaux de base, et d'une moindre pression vendeuse sur les actions après une baisse mensuelle proche de 9% en juin. Les cryptomonnaies, comme le Nasdaq, restent à l'affût de toute accalmie sur le taux. La tendance haussière du dollar s'affaiblit mais le billet vert fait toujours figure de valeur refuge. Le dollar-yen semble à la croisée des chemins autour de 135. Les spreads internationaux lui sont moins défavorables cette semaine ce qui compense l'action de la BoJ sur les rendements japonais. Les marchés du crédit continuent de se dégrader parallèlement aux actions.

La situation conjoncturelle américaine s'infléchit depuis le début du deuxième trimestre. Une croissance nulle est plausible entre avril et juin. Les enquêtes manufacturières régionales dessinent en effet un ralentissement, qui n'est pas encore visible dans les données de production. Le marché du travail reste cependant bien orienté. Les nouvelles inscriptions au chômage sont stables autour de 230k par semaine, malgré les annonces parfois tonitruantes de grandes entreprises cotées. La consommation tient malgré l'inflation. A l'inverse, l'immobilier devrait se contracter compte tenu des taux hypothécaires et des prix du logement élevés. Toutefois, la résilience des ventes de maisons neuves interroge (696k en mai) et retarde l'inéluctable.

La question essentielle n'est plus celle d'un ralentissement économique mais de son potentiel désinflationniste. Les problèmes d'offre alimentant l'inflation persisteront au-delà de l'affaiblissement cyclique de la demande. Dans ce cas, l'inflation demeurera trop élevée, invalidant les anticipations d'inflation du marché et la trajectoire monétaire prévue pour la Fed. Il s'agit d'un risque considérable pour les gérants. Le

rebond des actions consécutif au violent rally des marchés de taux cette semaine traduit une forme d'espoir d'une capitulation de la Fed et des autres banques centrales. Le risque opposé, sans doute plus probable si la Fed maintient le cap face à l'inflation, est évidemment une capitulation des actions et du crédit, dans le sillage des flux des marchés de taux. Les rachats hebdomadaires sur les fonds obligataires mondiaux sont les plus importants depuis avril 2020 (23,5 milliards de \$) et totalisent 193 milliards en 2022 et les couvertures de positions spéculatives vendeuses de contrats à terme, mercredi et jeudi, ne sauraient masquer cette tendance lourde. La décollecte accélérée des fonds actions, au bénéfice des liquidités ou de l'or, sur cette même semaine est sans doute plus significative que le léger rebond des prix après un plongeon de 9% en juin sur les principaux indices.

L'action des prix sur les marchés de taux est sidérante. Le Bund s'est échangé entre 1,35% et 1,79% cette semaine, les intervenants effaçant 50 pb de resserrement de la BCE à l'horizon de décembre 2024. La BCE a pourtant confirmé la hausse de 25 pb en juillet. Parallèlement, la mise en œuvre prochaine d'un mécanisme anti-fragmentation n'a pas empêché une remontée des spreads italiens vers le seuil de 200 pb. L'inflation anticipée diminue dans le sillage de la baisse du pétrole et d'autres matières premières industrielles. Les craintes sur l'activité et une diminution des positions ouvertes avant la clôture semestrielle ont motivé ces reflux par ailleurs bienvenus. Le nouvel outil de politique monétaire expose probablement davantage la France que les autres pays core. Pourtant, l'OAT est stable à 54 pb contre le Bund ignorant aussi les blocages politiques à venir. Le rally obligataire nous rappelle également l'importance du marché directeur américain. Le T-note a cassé à la baisse la fourchette 3,20-3,50% qui semblait compatible avec le dernier FOMC. Les points morts d'inflation se tassent quelque peu dans la baisse des taux nominaux. La révision baissière des anticipations d'inflation des ménages (enquête Michigan) est un facteur stabilisant. La plupart des marchés se sont fortement appréciés à l'inverse des discours des banques centrales. L'inflation canadienne à 7,7% en mai préfigure une hausse de 75 pb prochainement, la Norvège a surpris en montant son taux de 50 pb suivant la BNS ou encore la RBA au cours des dernières semaines.

Les spreads de crédit connaissent un mois extrêmement difficile. Le spread moyen sur l'euro IG ressort en hausse de 39 pb contre Bund en juin. La tension forte sur les swap spreads au premier semestre s'est diffusée plus tardivement sur les niveaux d'asset swap spreads. Les valorisations optiquement attrayantes ne suscitent pas d'intérêts finaux compte tenu des risques cycliques sur la seconde moitié de l'année. La liquidité est médiocre et ne devrait pas s'améliorer à l'approche de l'été. Le high yield sous-performe nettement. La seule couverture possible reste l'iTraxx crossover qui marque un nouveau sommet à 570 pb en milieu de semaine avant une détente vendredi.

**Axel Botte**

Stratégiste international

## • Marchés financiers

Emprunts d'Etats	27-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.87%	-29	+52	+149
EUR Bunds 10a	1.5%	-25	+54	+168
EUR Bunds 2s10s	62.5bp	+4	+2	+19
USD Treasuries 2a	3.08%	-10	+60	+234
USD Treasuries 10a	3.17%	-6	+43	+166
USD Treasuries 2s10s	8.5bp	+5	-17	-69
GBP Gilt 10a	2.37%	-24	+45	+139
JPY JGB 10a	0.24%	0	+9	+6
EUR Spreads Souverains (10a)	27-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	52.78bp	-3	+3	+17
Italie	200.12bp	+4	0	+64
Espagne	111.49bp	+2	+1	+37
Inflation Points-morts (10a)	27-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.49%	-19	-32	+39
USD 10a Inflation Swap	2.85%	-5	-10	+7
GBP 10y Inflation Swap	4.09%	+1	-44	-11
EUR Indices Crédit	27-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	201bp	+4	+31	+106
EUR Agences OAS	71bp	-2	+6	+22
EUR Obligations sécurisées OAS	78bp	-1	+6	+32
EUR High Yield Pan-européen OAS	588bp	+36	+77	+270
EUR/USD Indices CDS 5a	27-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	107bp	-2	+20	+59
iTraxx Crossover	524bp	-24	+93	+282
CDX IG	94bp	-6	+15	+45
CDX High Yield	528bp	-49	+71	+235
Marchés émergents	27-juin-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	506bp	+6	+24	+138
Devises	27-juin-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.059	0.542	-1.444	-6.9
GBP/USD	\$1.233	0.620	-2.383	-8.9
USD/JPY	JPY 135	0.015	-5.872	-14.8
Matières Premières	27-juin-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$113.7	-\$0.4	-\$1.8	50.99575146
Or	\$1 837.8	\$1.9	-\$16.0	0.4685
Indices Actions	27-juin-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 912	6.68	-5.93	-17.9
EuroStoxx 50	3 561	2.61	-6.52	-17.2
CAC 40	6 119	3.36	-6.09	-14.5
Nikkei 225	26 871	4.27	0.33	-6.7
Shanghai Composite	3 379	1.92	7.95	-7.2
VIX - Volatilité implicite	27.23	-12.53	5.87	58.1

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...27/06/2022

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)